

[BT(1+2)]目 录 [BT)]

[MM()]目 录 [MM)]

[HT13.5] [HJ6mm]

【HTH】第一章 可转换公司债券概述 【HTK】 【JY.】 1

第一节 可转换公司债券的发展与现状 【JY.】 1

第二节 可转换公司债券的属性与特征 【JY.】 3

【HTH】第二章 可转换公司债券的投资价值 【HTK】 【JY.】 14

第一节 可转换公司债券的价值构成 【JY.】 14

第二节 可转换公司债券的投资价值与投资特征 【JY.】 19

【HTH】第三章 可转换公司债券的风险与控制 【HTK】 【JY.】 28

第一节 发行公司的风险与控制 【JY.】 28

第二节 投资者的风险与控制 【JY.】 32

第三节 承销商的风险与控制 【JY.】 36

第四节 管理层的风险与控制 【JY.】 38

【HTH】第四章 结束语 【HTK】 【JY.】 41

【HTH】参考文献

后 记 【WM】

【LM】 【HT】 [HJ]

【HQK】 [SM()]我国可转换公司债券的投资价值与风险控制[SM)]

[DM()]第一章 可转换公司债券概述[DM)]

[BT1]第一章 可转换公司债券概述

[BT2]第一节 可转换公司债券的发展与现状

[BT3]一、可转换公司债券的发展与现状

自从 1843 年美国纽约伊利铁路公司发行了世界上最早的可转换公司债券以来，经过 150 多年

的发展，可转换公司债券现已成为发达国家证券市场上占有重要份额的品种。19 世纪中叶整

个社会资本匮乏和铁路公司资金的严重不足，在随后的 19 世纪 50 年代，一些铁公司相继发行

可转换公司债

券。南北战争结束后，资金仍十分缺乏，各铁路公司也纷纷效尤，广泛利用可转换公司债券来吸引投资者进行筹资。这一时期虽然发行数量有所增加，但仍仅限于铁路公司。1875 年发行量达到高峰，之后发行速度减慢。从 1875 年到 1898 年间共发行转债 16 例。从 19 世纪到 20

世纪

，除了铁路公司外，发行转债的只有 3 家产业公司和 2 家公共企业。转债引起金融界注意的是

1901 年爱德华·哈里曼(Edward H·Hariman)为建立联合太平洋铁路系统(Union Pacific Co.)，通过发行 1 亿美元的转债成功地收购了南太平洋铁路和北太平洋铁路两家公司。这使人们认识到这一新的证券品种在长期建设项目投资中所具有的特殊优势。从此，可转换公司债券发行量剧增并迅速扩大到其它行业中。第一次世界大战后，美国的一般产业和公用企业取代铁路而成为成长性企业。在 1933 到 1952 年间，一次发行 30 万美元以上可转换公司债券的

公司中，一般企业占 73.7%，公用企业占 22%，铁路占 3.8%，银行占 0.5%。二战后，因企业

内部留利较多，一般公司自我资本充裕，可转换公司债券的利用率较低，只有那些在市场上获利能力差的二流企业发行可转换公司债券。60 年代中期以来，可转换公司债券重新引起投

资者的兴趣，业绩良好的企业的可转换公司债券市场价格节节上升，先股票价格而动，甚至上涨率超过股票。70 年代是国际可转换公司债券市场快速发展的 10 年。可以说，现代意义上

的可转换公司债券基本上是在这十年定型的，从此，可转换公司债券发行量逐渐扩大，合约设计更加完善，在发行年限、标价货币、转换价格、利率等方面呈现了多样化，可转换公司债券也变成了一种无追索权的纯粹由公司信誉担保的具“期权”特征的债券。1980 年出现了

转债转券，即投资者在转股失败后，有将可转换公司债券按一定条款优先转换成普通公司债券的权力，增加了投资者的选择权。

90 年代，可转换公司债券发行又掀起了一个新的高潮，从 1992 年 1 月到 1996 年 3 月为止，国际

可转换公司债券总筹资量达 800 亿美元，可转换公司债券成为普遍受到欢迎、十分成功的投资融资工具。1997 年以来虽然受到亚洲金融危机的影响，可转换公司债券发行受到一定的制

约，但仍不失为一种较好的投融资工具。

除了美国外，日本、西欧，特别是日本的可转换公司债券发展值得一提。1980 年到 1989 年，日本企业通过可转换公司债券筹集资金达 382,000 亿日元，1990 年到 1996 年 4 月，日本发行

转券金额即达 2748.7 美元。可以说，日本奇迹的产生，离不开可转换公司债券的贡献。

[BT3]二、我国可转换公司债券的历史与现状

我国可转换公司债券的历史很短。1992 年 11 月 19 日，中国宝安集团向社会公开发行了新中

国第一只可转换公司债券。到 1996 年 1 月 1 日宝安可转换公司债券正式摘牌时止，我国境内公司

共发行了 3 张可转换公司债券，如表 1-1 所示。在宝安转券成功发生后，于 1993 年 11 月中纺机

在未经批准的情况下发行了 B 股可转换公司债券。此后，南玻集团成功地发行了首只经政府正式批准在境外发行的 B 股可转换公司债券。[KH+2mm]

[ZT()][HT10.H][JZ]表 1-1 我国境内公司已发行的转券最新概况

[BG()][BHDWG125mm,WKW][BG)W]

[HT6SS]资料来源：金德环主编：《证券市场热点问题研究》，上海财经大学出版社，1998 年 6 月版，P247。[ZT)][HT]

1996 年 5 月，当时的国务院证券委员会曾提出：要选择有条件的公司进行可转换公司债券的

试点。1996 年 11 月，国务院证券委在该年度《证券期货工作安排意见》中指出：“要积极稳

妥地做好可转换公司债券的试点工作，证监会要尽快制定试点办法，规定统一的审批程序

，防止一哄而起”。由此，可转换公司债券的试点被纳入证券监督管理部门的通盘考虑之内。

1997年3月，八届全国人大五次会议通过的《政府工作报告》亦首次将可转换公司债券的发

行列入政府工作之中：选择一些大型企业和企业集团，通过发行可转换公司债券筹资资金，作为国有企业改革和发展的重要措施之一。

1997年4月，两会刚开过不久，国务院即颁布了《可转换公司债券管理暂行办法》(以下简称

《管理暂行办法》)，对可转换公司债券的发行、上市、转股条件等方面作了明确的规定，为以后可转换公司债券试点的顺利开展先立下规范。与此同时，中国证监会还提出了近40亿元的可转换公司债券发行计划并开始组织在国家确定的500家重点国有企业未上市的企业

中进行试点。中国证监会还要求各地在当年5月10日前上报试点企业，由证监会统一进行额

度调配。到此时，可转换公司债券的面世已是水到渠成的事了。

1998年8月3日，南宁化工股份有限公司发行了我国《管理暂行办法》颁布后的第一只可转换

公司债券，标志着40亿元可转换公司债券的规模正式启动。紧接着，同年8月28日，吴江丝

绸股份有限公司亦发行了另一只可转换公司债券。至此，可转换公司债券作为我国证券市场上一个新型的投资品种不仅为国有企业开拓了新的融资渠道和方式，减轻了发行新股对市场资金的压力，而且在股票、权证、基金之外，又为居民提供了一条投资渠道，从而达到了吸引投资者、活跃市场的目的。至此，可转换公司债券正式进入我国证券市场。

[BT(23)第二节]可转换公司债券的属性与特征

一、可转换公司债券的概念及一般属性

可转换公司债券是指发行人依照发行程序发行、在一定期间依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。它是在法律上具有债券性质，在经济性能上却属于潜在股票的一种混合金融产品。事实上，可转换公司债券本质上是一种合成债券。合成债务(Hybrid Debt)是将股票、期货、期权、互换等的某些特征掺入到债券中，创造出新的收益、风险、流动性、期限、控制权特征组合的债券工具。同时，可转换公司债券作为公司债券的一种特殊形式，它是现代企业制度中的“债权股份化、股份债权化”的结果。依债券能否转换为股票，可分为：可转换公司债券和不可转换公

司债券。可转换公司债券也是可转换证券类型的一种。所谓可转换证券是指可以根据持有者的意愿、按约定的条件转换为公司普通股、优先股或债券，它除了提供与优先股或债券相连的稳定收入外，还会有与普通股相关的资本增值机会，是一种混合证券。同时，可转换公司债券作为公司债券的一种特殊形式，它是现代企业制度中的“债权股份化、股份债权化”的结果。依债券能否转换为股票，可分为：可转换公司债券和不可转换公

司债券。可转换公司债券也是可转换证券类型的一种。所谓可转换证券是指可以根据持有者的意愿、按约定的条件转换为公司普通股、优先股或债券，它除了提供与优先股或债券相连的稳定收入外，还会有与普通股相关的资本增值机会，是一种混合证券。

1 可转换公司债券是一种公司债券，是典型的固定收益证券，具有确定的债券期限和定期息率。

可转换公司债券可转换为公司股票，具有股票属性，是“准股票”，因而可以充分分享股票价格的增长潜力。因此，可转换公司债券是一种混合型证券，它为投资人提供了兼具公司

债券和股票二者属性的投融资金融工具。

2 可转换公司债券是一种较市场成本低的债券和对公司股本摊薄性较低的证券。一般而言，

可转换公司债券的票面利率是低于同等公司条件和同等资信的公司债券，这是因为可转换公司债券赋予投资人购买股票的权利，作为补偿，投资人得到的利息就低。由于只有行使转股权利，才能转换为公司股票，因而同直接发行股票相比可转换公司债券对公司权益的摊薄被延迟了。

3 在转股或回售或赎回之前，可转换公司债券是公司的一项债务。在公司财务处理上，可转换公司债券记入公司长期负债。因为它在所得税之前支付应计利息，故具有“扣税”作用，从而提高公司收益率。

4 可转换公司债券为投资人提供了一种稳定且流通性好的证券来分享公司的未来增长。可转换

公司债券作为一种上市证券，流通性好，当公司效益成长呈上升趋势时，股票价格就会上涨，从而带动可转换公司债券的价格上涨。

5 同股票相比，投资风险低。当然，收益也较低。可转换公司债券的债券属性，为投资者提

供了固定利率的收益，从而降低了投资风险。而且，可转换公司债券的转股价格一般是溢价的，也限制了其投资的收益。如果包含赎回条款或强制性转换条款，也会使其收益的成长性受到制约。

6 在市场处于不利于发行的条件下，可转换公司债券是债券和股票的替代金融工具。牛市的

情况下，更能促进可转换公司债券和公司股票的发行，但市场不利于发行股票的情况下，发行可转换公司债券相对要容易一些。

7 可转换公司债券属于次等信用债券，在清偿顺序上同普通公司债券、长期负债(银行贷款

)等具有同等追索权利，但排在一般公司债务之后，在可转换优先股、优先股和股票之前。

【BT3】二、选择可转换公司债券进行融资的原因——“不用还本的贷款”

发行人之所以选择可转换公司债券作为融工具是基于以下三个重要的因素：

1 可转换公司债券的低利率虽然较低但为投资人提供了未来股票价格增长的投资机会，从而

向投资者支付较低的利息费用，而且这种债券对发行人的强制性不强，因为能够转换为股票才是投资人最终所期望的。而且，债权转换为股权后，有利于改善公司的资本结构，使得可转换公司债券成为“不用还本的贷款”。可转换公司债券是典型的次等债务，对资产的要求权低于普通公司债券。因此，在发行时的资信评级要求也就比普通公司债券要求低一级，从而发行人更加易于发行。对公司股票的价格增长的预期越高，则利率越低。

2 可转换公司债券的发行价格较高。一般来说，转股价格总是以高出当前股价水平发行的(溢价发行)，所以就同等股本扩张来说，发行可转换公司债券就比直接发行股票所得到的公司资本要多。

3 可转换公司债券减少股本扩张对公司权益的稀释程度。由于发行可转换公司债券延缓了股

本的直接计入，从而股东当前权益得到了保护。在一定范围内，由于财务杠杆的作用，公司举债量在资本结构所占比例越大，公司效益越好，可转换公司债券作为公司债务就可以带来

较好的投资收益。但在未来转股过程中会降低每股收益，只有公司效益增长率保持与股本扩张一致的速度，公司股本权益才能不因转股而稀释摊薄。这样，可转换公司债券的高溢价发行才能被接受。

【BT3】三、选择可转换公司债券进行投资的原因——“有保证金的股票”

可转换公司债券对投资人具有强大的市场吸引力，其有利之处在于：

- 1 比股票有优先受偿的要求权。当发行公司清算时，可转换公司债券作为一种债券，具有比股票优先的受偿权。
- 2 投资风险较小。当股票价格增长时，可转换公司债券的市场价格也在增长，可转换公司债券持有人不转股就可以获得应有的收益。当股票价格下跌时，可转换公司债券便显示出其债券属性，具有保底保值的特征。因此，可转换公司债券在经济不景气时期，提供了股价下跌时的收益保证，是“有保证金的股票”。
- 3 收益率较普通股股息高。一般可转换公司债券的当期收益比股息高，否则，可转换公司债券将很快转换成股票。
- 4 为商业银行和不能购买股票的金融机构提供了一个分享股票增值的机会，这些机构可以通过可转换公司债券获取股价上涨的利益，而不必转换成股票。
- 5 可转换公司债券一般有较好的流通性，比普通债券有较好的市场表现。

【BT3】四、可转换公司债券的种类

现代可转换公司债券大约发端于本世纪六七十年代，它是在欧洲债券市场发展中的多种混合证券品种之一。之后，可转换公司债券系列的品种创新取得了空前的发展。从可转换公司债券的属性看，在国际市场上主要的品种有零息票可转换公司债券、普通可转换公司债券、上市前预售可转换公司债券等等。根据可转换公司债券要素及其他方面的不同，可对可转换公司债券进行不同的分类。

1 根据发行地的不同分类。

国内可转换公司债券(Domestic Convertible Bond)。这种可转换公司债券在本国境内发行并以本国货币定值。例如，1998年发行的2只转债——南化转债和丝绸转债。它们均以人

民币标明面值，仅限于国内投资者认购，且仅能转换成该公司的A种股票(未来发行)。

境外可转换公司债券(Foreign Convertible Bond)。这种可转换公司债券是本国发行人在本国境内或境外发行的以某种外国货币标明面值的或者外国发行人在本国境内以本国货币或

某一外国货币发行的可转换公司债券。境外可转换公司债券又可分为3种：瑞士法郎可转换公司债券、欧洲可转换公司债券和欧洲美元可转换公司债券。例如，1993年中纺机发行的3500万瑞士法郎可转换公司债券，就属于瑞士法郎可转换公司债券。

2 根据可转换公司债券的转换条件

“上市”债券，又称上市前预售可转换公司债券、可交换债券(Going Public Bond)。

这实际上是欧洲可转换公司债券的一种新的变形。它的特点是投资者将来可以用债券转换的，不是发债人自身的股票，而是发债人将来可能上市的公司或子公司的股票。它通常是非上市公司发行可转换公司债券，待股票上市后，按照事先约定转换为上市公司的股票，较适用于短期内计划上市的企业。“南化转债”与“丝绸转债”就是“上市”债券：在南宁化工和吴江丝绸两家发行可转换公司债券的公司将来发行股票并上市后，可转换公司债券才进入转股期。1993年10月恒基中国发行了可交换股票的可转换公司债券。

无息可转换公司债券。这种可转换公司债券的主要发行地及市场在美国，虽然在欧洲市场上也有少量专门发行给瑞士投资者的无息可转换公司债券。这种可转换公司债券的票面息

率为零，并通常以大幅的票面折让发行，使其“到期收益率”保持在一个可接受的水平。这种可转换公司债券的转股溢价一般较高，通常可在到期前赎回。由于每年不必支付利息，减少了发行人的财务压力，节省发行成本，因此，较为适合于发展初期的高成长企业。

溢价赎回可转换公司债券或折扣可转换公司债券。混合零息票及传统息票的可转换公司债券是高股息的理想结构，得到欧洲市场投资者的高度认同；一般为10年期(10~12%初次转换

溢价)；赎回机会为25~30%；通常是中短期可转换公司债券(5~7年)。

传统息票可转换公司债券。欧洲市场上最流行的结构，对股利丰厚的股票来说较难设计结构，一般以10年为期(15~18%转换溢价)；赎回机会在15%。

优先可转换公司债券。在美国已有广泛的基础，欧洲正日渐受欢迎，在世界各地以记名方式出售；转股溢价一般在15~18%。

必转换可转换公司债券。基本上是递延股本的出售。100%可转换；转股溢价一般为0~5%

一般来说，可转换公司债券包含了许多要素，因该要素的多少和程度的不同进行组合会产生多种不同的可转换公司债券品种(如表1-2所示)。这些品种虽然有别于传统可转换公司债券，但都具有可转换公司债券的一般特征。

[KH+3mm][ZT()][JZ][HT10.H]表1-2可转换公司债券的品种[HTSS]

[BG()][BHDFG10mm,WK43mmZQ,KZQW]

[JZ]类型[JZ]特征

[BHDG10mm]1 高息或者高溢价类型[]有担保，较高利息回报，转股的可能性较小

[BH]2 溢价回售类型[]低利息，高溢价，一次性回售权利，提供投资保护

[BH]3 多次回售类型[]低利息，较高溢价，有多次回售机会，鼓励持有债券的回售政策

[BH]4 零息类型[]不须每年付息，转股可能性小

[BH]5 折扣类型[]转股可能性高于零息类型，但低于传统类型

[BHDG17mm]6 可交换股票类型[]债券发行是一家公司，转换为另一家公司的股票，发行人发行可转换公司债券的质量与第三者的股票相关

[BHDG10mm]7 附认股权证债券[]低利息，较高溢价，附认股权证可独立交易

[BG)F][ZT)]

[HT]

[BT3]五、可转换公司债券的基本特征

可转换公司债券作为一种债券，普通公司债券的特征和基本要素，可转换公司债券同样具有。既具有定期偿还本金、支付利息等特征，也具有债券面值、利率、价格、偿还期限等基本要素。

由于可转换公司债券具有普通公司债券的一般特征，若投资者在规定的期限内不进行转换，他仍可以向公司要求还本付息，从而获得债券上所标明的固定利息收入。可转换公司债券的特殊性在于持有人可以在约定的期限内按照一定的条件将手中持有的债券转换为一定数量的

普通股股份。这种权利是一般公司债券所不具备的。

1 股权性

可转换公司债券通常被视为从股权衍生出来的产品，即衍生证券(Derivative Securities)。其期权性主要体现在它的转换权利，也称为转换期权(Option)，即在规定的时间内(转换期限)内，持券人有权按预先确定的价格(转换价格)将该可转换公司债券转换为一定数量的股票

。这种转换期权是与可转换公司债券结合在一起的。即债券持有人转换成股票后，即成为股东，同时丧失债权人的地位和权利，故交易时不能分开进行。这是可转换公司债券与认股权证的主要区别之一。另外认股权证的行使只会增加公司的资本金，但可转换公司债券转换期权的行使只会改变公司的资本结构，不会带来现金流入。由于期权分为欧式期权(European Op

tion)和美式期权(American Option)，因而可转换公司债券也分为两种。由于美式期权允许持有人在可转换公司债券发行一定时间后至到期日前任何时候都可以行使转换权利，这就为投资者提供了转为灵活的活动空间，因此，大多数可转换公司债券都采用美式期权。可转换公司债券通常是以 100%的面值发行，即以面值发行，但在实现转换时通常有一个溢价比例

。转换溢价正是可转换公司债券所包含的期权特征的表现。

2 债权性

可转换公司债券债权性表现在该可转换公司债券的定期息票和到期偿还的本金，因此，可转换公司债券的价格受发行公司的信誉和利率影响很大。同时，正是这种债权性使可转换公司债券持有者承受有限的风险，使得其免遭股票价格暴跌所蒙受的巨大损失。

可转换公司债券兼备了一般债券和股票的双重性质，具有股权性和债权性的特点，使它既具有债券的稳定收益的安全性，又有股票的高成长性潜力，是“上不封底，下有保底”的衍生品种，故受到广大发行人和投资者的欢迎。

【BT3】六、可转换公司债券的基本要素和条款(财务向量集)

可转换公司债券基本要素的安排和对条款的设计，对能否成功地发行和转换起着关键的作用。可转换公司债券包含了若干主要要素，这些基本要素决定了该可转换公司债券的总体特征，价值及其属性。

1 基准股票

基准股票是持有人行使转换权所得到的股票。发行公司的股票可能有多种形式，如普通股票，优先股票。就我国公司而言，还有 A 股、B 股、H 股、N 股、ADR 等多种形式。如果我国公司

发行以外币定值的境外可转换公司债券，就要求该公司具有 B 股或 H 股的上市资格。只有确定

了基准股票以后，才可以进一步推算转换价格。由于我国的 2 只新转债，没有相应的基准股票，也就无法确定其具体的转换价格。

2 票息

也即票面利率(Coupon rate)。一般的可转换公司债券都规定票息。这是一个基本要素，因为它是投资人

利益的基本保证，是投资人首先应考虑到的。合适的票息有利于降低发行时的风险又有足够的吸引力吸引投资者，确保可转换公司债券的成功转换，达到收益和风险的最优化。

票面利率主要是由当前市场利率水平、公司债券资信等级和要素组合决定的。市场利率水平高，票面利率也高；市场利率水平低，则票面利率水平也低。公司发行可转换公司债券，尽管在信用评级上要低于发行普通公司债券，但信用评级高的企业，其发行的可转换公司债券的票面利率相对就可以低些。因含有转换期权，在国际市场上，票面利率通常设计为同等风险情况下的市场利率的 2/3 左右。当然，零息票可转换公司债券不必支付利息，实际上在发行时已经有一定比例的折扣作为补偿了。

票面利率总是以同期普通公司债券或政府债券或国库券作为参照依据的，根据同等风险的公司的同期利率给予一定的折扣制定。在实际工作中，可根据企业的财务状况、现金流量、支付能力来匡算票面利率：①计算利率水平上限，根据公司当前债权人的收入利息倍数等财

务比率来决定未来的发债量和可支付利息的能力；②计算利率水平下限，根据公司的经济增长率，估计转换价值的收益增长来设计利率下限。无论如何，最终还是要取决于公司业绩的预期增长状况。转换价值预期越高，利率水平相应可设置得越低。反之，则可设置较高的利率水平。

3 可转换公司债券的期限

可转换公司债券的期限与投资价值成正相关关系。期限越长，股票变动和升值的可能性越大，可转换公司债券的投资价

值就越大，期限越短其投资价值越低。一般欧洲可转换公司债券的期限较长，范围在 5~15 年，通常在 7~10 年之间

。瑞士的可转换公司债券期限短于欧洲可转换公司债券，一般在 5~7 年。我国发行的可转换

公司债券的期限为 3~5 年，相对较短。

4 转换价格(转股价格)

转换价格(Conversion Price)是指可转换公司债券转换为每股股票所需可转换公司债券的票

面金额，或者说在可转换公司债券整个有效期间债券可以据此转换成基准股票的每股价格，其计算公式为：

转换价格=基准股票价格×(1+转换溢价)

决定转换价格的因素很多，主要有以下因素：第一，股票价格和股票价格的波动是最为重要的影响因素。股票市场价格走势直接主导着转股价格的确定，股价越高转股价格也越高。由于股票价格是公司经营业绩和综合素质的全面反映，转股价格也是公司业绩和素质的综合体现，而且更重要的是体现了中长期公司前景。因此，转股价格是同股价息息相关的。第二，债券期限。可转换公司债券的期限越长，则相应的转换价格也越高。这是由于随着公司业绩逐步提高，每股所占有的净资产逐步增加，公司股票价格保持逐步增长的一般趋势。另外，等待转换的时滞越长，转股价格也越高。第三，利息率。利息率高则转换价格也高，利息率低则转换价格也低，利息率是同可转换公司债券的期限长短相一致的。期限越长，息率越高，转换价格就越高。第四，发行地点和上市地点。不同发行地有不同的法律适用、信息披露等问题，这些都会影响发行的成本，从而影响转换价格。不同的上市地点有不同的上市技术条件、交易制度、市场活跃程度、市场规模、投资群结构等，这些也都会影响到可转换公司债券的转换价格。

5 转换期限

公司发行可转换公司债券在时间上通常有两种方式。一种是发行公司制定一个特定的转换期限，只有在该期限内，公司才受理可转换公司债券的转换。这种情况又分为两种类型：(1)发行后若干日~到期前；(2)发行后若干日~到期日。发行者制定一个特定的转换期限，是不希望过早地将负债转变为资本金，从而过早地稀释原有股东权益。另一种方式是不限制转换的具体期限，只要不在到期还本付息的期限，投资者都可以任意选择转换的时间。这也有两种类型：(1)发行日~到期日，即董事会公告发行可转换公司债券的当日至可转换公司债券的到期日；(2)发行日~到期日前。由于转换价格通常高于公司当前股价，因此投资者一般不会在发行后立即行使转换权。这主要也是为了吸引更多的投资者。

6 赎回条款

赎回是发行人按事先约定的价格和条件提前买回未到期的发行在外的可转换公司债券。通常来讲，赎回是绝对有利于发行人的，是发行人的权利。这是为了避免金融市场利率下降使公司承担较高利率的风险，同时还迫使投资者行使其转换权。赎回条款一般包括赎回条件、赎回时间、赎回价格等 3 个要素。根据有关赎回条件，可以把赎回分为两种，即有条件赎回(即

软赎回期权)和无条件赎回(硬赎回期权)。前者指发行公司设定股价水平上限和转换价值持续超过债券面值的比例。这是为了减少股权集中稀释程度,迫使投资者行使转换权。后者是指在书面约定中没有特别载明具体何种原因而要求赎回。这都是发行人为了避免可转换公司债券在有效期内出现新的市场条件或规避风险而设计的机动条款。例如税收政策的改变、市场利率下跌、公司发行新的可转换公司债券等。

7 回售条款

相对于保护发行人利益的赎回条款,回售条款绝对有利于投资者,是投资者的权利。发行人为提高可转换公司债券的吸引力和防止股价低迷转换不畅从而保障投资者的利益,常设计该条款。回售条款也可以按照有无明确的回售条件而划分为两类:无条件的回售条款和有条件的回售条款。前者是指无特别制定原因设定回售,这是最通用和最常见的回售形式。后者指发行公司的股票价格在一段时期内连续低于转股价格达到某一幅度时,可转换公司债券的持有人按事先约定的回售价格将它卖给发行公司。这是较不常见的回售形式。

8 担保条款

在国际市场上,可转换公司债券被视为无抵押公司债券,不需要附加担保条件。投资风险完全由投资者承担。个别情况存在担保或有抵押品条件。

9 向下修正条款

在瑞士市场应用较多。它允许在预定的时期内股价表现不佳时,将转换价格向下调整,最多至原转换价格的 80%,以使转换价格更灵活,更贴近实际。向下修正条款是保护发行人和投资者的双向条款。

10 强制转换条款

强制转换条款是发行人约定在一定条件下,要求投资者务必将持有的可转换公司债券转换为公司股份的条款。它的强制性是该条款的最大特点,这种强制性很大程度上降低了投资者决策的灵活性。在某种意义上,转换权不再是一种选择权。在国际市场上,发行强制性可转换公司债券的,通常是非上市公司所为,其意义与有条件的赎回条款相似。

以上所述的可转换公司债券基本要素与条款基本上反映了可转换公司债券的组合特征的价值

实质。但应该强调的是,可转换公司债券的要素组合性和完整性是十分重要的。其中一种因素有利于发行人,而另一个因素就可能有利于投资者,关键在于组合设计能够达到一种平衡,使得收益与风险对等。这就要求必须综合考虑各要素与条款,从全面观点出发方能设计出最优组合,从而提高可转换公司债券的质量。当然,还有其他的一些基本要素与条款,如与转换价格相联系的反稀释条款、加速条款等,也是在设计可转换公司债券要经常考虑到的。

【BT3】七、我国可转换公司债券的基本要素与特征

我国最早的可转换公司债券产生于 1992 年 10 月,在这之前,琼能源和成都工益也发行过类似于可转换公司债券的债券。事实上,它们是附权债券,因此称不上是真正的可转换公司债券。之后,我国公司发行的境内境外可转换公司债券包括深宝安、中纺机、奥电力、深南玻、镇海炼油、庆铃汽车、华能国际等,最近的南化转债和丝绸转债,如表 1-3 所示。

1 境内可转换公司债券的要素与特征

在 1997 年 3 月 25 日《管理暂行办法》颁布以前,在国内发行的可转换公司债券主要有琼能源

、成都工益、深宝安、奥电力。

这些可转换公司债券是我国引入可转换公司债券这种金融工具的首批尝试者,无论对于企业还是对于我国的证券市场的发展都有着重大的意义。前两者实际上是附认股权公司债券,而奥电力又不了了之,真正称得上境内可转换公司债券的只有深宝安。深宝安发行成功,转换

却失败，源于其要素与特征不当： 【JP3】

(1)票面利率太低，年息仅为 3%，每年付息一次。而同期 3 年期银行储蓄存款利率达 【JP】 8 28%。¹

1992[JP3]年发行的 3 年期国库券的票面利率为 9 5%。如果考虑到保值补贴因素，则年平均收

益率达[JP]20%。因此，相对而言，宝安转券的利率太低，原方案中的 8%年息也许更合适。

(2)转换期限较短。此次转换期限为 3 年，而宝安却把这些资金用于长期项目(房地产)上，致使该笔资金未能达到应有的业绩而导致宝安股价不能达到甚至超过转换价格，持有人就不能实现其预期价值。

(3)转换价格及调整不当

宝安债券的转换价格为 25 元，这个定价在当时环境下定得过高。在 1993 年初到 1995 年底的 3

年间，除 1992 年底分红时，宝安转券的转换价格作过调整外，在 1993 年度和 1994 年度分红派

息时，其转换价格均未作调整，而股票价格却大幅度下跌，以至到转换期限届时因转换价格过高而不能转换，使投资人利益受到很大损害。

宝安原来设计的方案应该说更科学、更成熟一些，也更符合国惯例。但经过有关主管部门和发行公司的反复讨论、妥协后达成的方案，与最初提出的方案已相去甚远，因而实施方案存在重大的缺陷。

总之，作为我国金融创新的尝试，以宝安转券为代表的这一时期的可转换公司债券具有 2 个

重要特

点。①当时的计划体制某种程度上阻碍了宝安转券的要素与条款设计，即它是行政化与市场化相结合的产物。当然，这与当时对可转换公司债券的认识不足也有关系；②对投资者的利益保护不力。由于当时没

有先例可循，法制又不健全，甚至连《公司法》都尚未颁布。因此，对投资者的利益侵权行为得不到制止与补偿。

虽然宝安债券以转换失败告终，但其创新努力和实践意义及历史地位是我国可转换公司债券发展史上的一个里程碑。

《管理暂行办法》在 1997 年 3 月 25 日颁布后，现阶段我国可转换公司债券进入了一个较为规

范的时期。迄今为止，已成功行了 2 个转债，即南化转债和丝绸转债。现阶段的转券以《管理暂行办法》为依据，具有以下的重要特征：

(1)我国发行可转换公司债券的公司重点在非上市重点国有企业。根据《管理暂行办法》第 1 条规定，重点国有企业和上市公司可以发行可转换公司债券，但据有关部门规定近期主要集中于重点国有企业。这里的重点国有企业包括 512 家重点国有企业，100 家现代企业制度试点企业和 120 家试点企业集团。也就是说，我国近期发行的可转换公司债券将是“上市债券”，这是我国当前可转换公司债券的最基本和最重要的特征。南化转债和丝绸转债均是此种类型。

(2)发行价格以发行人将来公开发行的股票价格为基准，折扣一定比例作为转换价格。折扣的比例一般每年递增，但折扣比例最高不超过拟公开发行股票价格的 10%。例如，南化转债的初始转股价格 P_0 的调整：股票在 1999 8 3~2000 8 3 发行， $P_0 = P \times 98\%$ (P

为股票发

行价

格); 在 2000 年 8 月 3 日~2001 年 8 月 3 日发行, $P_0 = P \times 96\%$ 。在 2001 年 8 月 3 日~2002 年 8 月 2 日发行

, $P_0 =$

$P \times 94\%$; 在 2002 年 8 月 3 日~2003 年 8 月 2 日发行, $P_0 = P \times 92\%$ 。一旦公司 A 股发

行并上

市, P_0 将按照上列条件之一计算确定, 在以后的可转换公司债券存续期内不再根据折扣率逐年

变化。

(3)可转换公司债券的利率不超过银行同期存款的利率水平。新发行的 2 只转债均实行每年递增利率来计算利息, 但均不超过同期银行存款利率水平。首年为 1.00%, 以后每年递增 0.2

个百分点。

(4)转换期限。《管理暂行办法》第 14 条规定, 可转换公司债券的最短期限为 3 年, 最长为 5 年。与国际市场相比, 期限较短。南化转债与丝绸转债的期限均为 5 年, 转换期限均是股票上市日至债券到期日。

(5)发行人必须设置赎回条款, 回售条款或强制性转股条款。南化转债和丝绸转债均设计了类似的条款, 包括回售条款和强制性转换条款。

(6)担保条款。由于当前我国发行可转换公司债券的主体主要是重点国有企业, 尚未上市, 风险较大, 故设计了担保条款。南化转债与丝绸转债均提供担保。南化转债由光大证券有限责任公司、丝绸转债由永鼎集团提供担保。

我国境内发行的可转换公司债券由于市场经验等原因, 总体来看, 是本着谨慎、稳妥地进行发行与管理, 具有明显的中国特色。

2 我国境外发行可转换公司债券的特征

我国第一个在境外发行 B 股可转换公司债券的企业应该是中纺机, 但此次发行未经政府有关部门批准, 既扰乱了正常的金融秩序, 又在国际上产生了不良的影响, 因而受到了中国证监会及国家外汇管理局的通报批评, 使当时其他公司 B 股可转换公司债券的发行计划也因此被暂时搁浅。因此, 一般认为, 南玻 B 股可转换公司债券才是我国首家经政府批准的在境外发行的可转换公司债券。

①境外可转换公司债券的要素与条款相对而言较好地与国际惯例接轨。部分原因是它们的主承销商基本上是国际上较知名的投资银行或金融机构, 如中纺机可转换公司债券的发行, 由瑞士银行为干事承销公司, 其他承销公司包括摩根·斯坦利、瑞士信贷银行、获多利财务公司等。到目前为止, 除了中纺机的境外可转换公司债券不尽人意, 其他的可转换公司债券状况良好。

②障碍较多。由于当时的管理体制不畅, 使得境外可转换公司债券的发行困难重重。对境外可转换公司债券的多头管理(国家计委管理立项、国家外汇管理局管理发行价格、中国证监会管理转股), 常常导致效率低下而丧失发行时机。深南玻从酝酿准备工作到发行上市花了 1 年半的时间之多!这在变幻莫测的国资本市场是匪夷所思的。

③目前没有专门的法规规范境外发行可转换公司债券。《管理暂行办法》只规范境内发行以人民币认购的可转换公司债券。因此, 对境外发行的可转换公司债券的管理得不到有效的规范, 造成境外发行的困难。

④发行主体既包括在港注册并上市的红筹公司, 也包括在海外上市的 H 股公司和 N 股公司。

我

国公司发行以外币定值的可转换公司债券，就要求该公司具有 B 股或 H 股的上市资格

⑤可转换公司债券品种较为多样化。

我国公司境外发行可转换债中绝大多数是可转换公司债券。1997 年 6 月，上海实业集团发行

了 3 亿美元 5 年期的可交换债券(Exchangeable Bond, EB)，这是对转券品种的突破，具有重

要的意义。1998 年 2 月 17 日，上海实业集团再度宣布，将发行 1 25 亿美元的 5 年期的 EB。之

后，中远集团、京泰集团亦发行了 EB。

[LM][DM(]第二章■可转换公司债券的投资价值[DM)]

【BT1】第二章■可转换公司债券的投资价值

可转换公司债券为上市公司和重点国有企业提供了新的融资渠道，也为投资者提供了新的投资方式。对于发债公司而言，可转换公司债券融资决策决定了可转换公司债券能否以较低的成本发行和发行后能否顺利转换；对投资者来说，可转换公司债券投资决策决定了投资者能否获得预期回报。而这些决策与可转换公司债券的市场价值是紧密相关的。

【BT2】第一节■可转换公司债券的价值构成

【BT3】一、影响可转换公司债券价值的因素

影响可转换公司债券价值的因素包括可转换公司债券的期限、票面利率、股票变动程度、市场利率等多种因素。这些因

素是决定投资者是否购买、转让、转换可转换公司债券的重要判定指标。综合起来看，影响可转换公司债券的因素比较复杂，主要有以下几个方面。

1 公司经营业绩

可转换公司债券作为发行公司向社会公众筹集资金的有价证券的凭证，代表了公司获取利润的能力和增长潜力，这同股票一样，公司的经营业绩是最本质的影响可转换公司债券价值的因素。

发行可转换公司债券时所制定的转股价格既体现了公司经营业绩，也代表着可转换公司债券的投资价值。通常的转股价格比股票价格高 5%-30%的溢价水平。溢价水平的高低取决于公

司未来增长预期、利润回报和过去的经营业绩，业绩好的企业发行的可转换公司债券的价格的溢价水平可能更高些，效益差的可转换公司债券溢价水平会设计得低些，这样才能符合投资人投资价值的标准，也才能顺利地实现发行和转换成功。当然，也有极个别的转股价格低于其股票价格的情况，这就是通常所说的折价发行。折价发行通常适用于非上市公司发行可转换公司债券，除此之外，也可能出于技术方面的考虑，如股市行情处于较长期的熊市过程中，为了顺利发行而制定折价的转股价格。有的则表明公司的经营成果在债券有效期间增长幅度不大或前景信心不足。有的折价或许是对未来股票市场看跌走势作出的反映。

转股价格一般是同股票价格相比较而制定出来，因此，溢价水平的高低还应当考虑其股票价格在整个股票市场是否真实地、合理地反映了公司的投资价值。在目前国内股票市场上，经常出现股票价格严重背离其公司业绩的情况，包括投资人投资行为偏好所造成的，这种因素可能会影响转股价格过高或过低地制定。因此，投资人在投资决策时要正确地分析溢价水平是否代表了股票价格的中长期趋势，是否包含了投资偏好甚至过度的人为操纵“陷阱”，

是否反映了公司经营成果和投资价值，从而制定出正确的投资决策。

2 市场的利率水平

市场平均利率水平是同可转换公司债券的投资价值成反比例关系，市场利率越高，可转公司债券的投资价值越低，市场利率越低，则可转换公司债券的投资价值也越高。显然，在资本市场上，市场利率水平提高，对投资人来说，意味着投资可转换公司债券的收益降低了，反之，如果市场利率水平降低，相对来说，可转换公司债券的投资价值就提高了。

3 票面利率

票面利率是可转换公司债券投资价值中的保底价值指标。从目前国际市场看，票面利率明显低于银行利率，一般是银行利率 1/10 至 1/2 不等。票面利率的高低虽然影响可转换公司债券

的投资价值，但投资人更关心可转换公司债券能否有足够的转换为股票时的获利空间，能否顺利地实现转换。因此，转换条件较票面利率而言更为投资者所关心。当然，当时机不能满足转换条件时，票面利率也是值得欣赏的，它毕竟带来了基本的投资回报。

票面利率的制定与发行要素的其他条款是相关联的，当其他条款更有利于发行人时，可转换公司债券的票面利率也可能适当高些。如果转股价格的溢价水平高，票面利率适当高些应当是合理的，如果回售条款中允诺了较高的收益率，票面利率应当适当调低。从这里也可以看到，票面利率的数字大小，并不是可转换公司债券投资价值的重要指票，分析投资价值，需要根据各种因素来综合判断。

4 特别条款

与传统可转换公司债券不同，赎回条款、回售条款和担保条款是当前可转换公司债券的重要特点。这些条款能够进一步使得得投资人和发行人的利益达到均衡，这也是信用发展的成就。

赎回条款绝对有利于发行公司，它在很大程度上限制了可转换公司债券的潜在回报率，限制了买入期权价值。实际上，它是发行人最低限度转移到期承兑风险的加速转换条款。回售条款和担保条款能使投资者的利益得到更好的保护，绝对有利于投资者，它们的出现大大增加了可转换公司债券的安全性和魅力，成为投资者投资决策的重要指标。当然，投资人也付出一定的代价，即较低的票面利率和/或较高的转换价格。

5 期限

可转换公司债券一般都是中长期债券，期限在 5 年以上，5 年、7 年和 10 年不等，最长可达 20

年。也存在更短期的，如我国的宝安转债只有 3 年期限。期限越长，可转换公司债券票面利率越高，期限越短，其票面利率也越低。可转换公司债券的期限越长，获得转股的机会以及股票增长的机会就越大，其投资价值也就越大。期限越短，尤其是处在长期熊市的过程中，也就难以找到转股升值的适当的机会。可转换公司债券的转股机会应当发生在较短的时间内，比如在 3 年之内，就可以转股获利。长期间内不能达到转股目的的可转换公司债券，由于长时间只分享很低的利息率，即使转股了，其平均回报率也会因时间拉长而摊薄了。期限是可转换公司债券投资价值的一项指标，但其重要性不及市场利率和公司的经营业绩等直接影响投资价值的其它因素。

6 发行时机

发行时机中已经包含了可转换公司债券的投资价值。在熊市过程中，可转换公司债券的投资价值相对高些，这是因为在制定转股价格时，总是依照其股票的现行价格，熊市中股票价格相对处于较低的状态，那么赋予未来价格上涨的空间就可能大些，购买可转换公司债券套期获利的机会就多。反之，市场处于牛市过程中，转股价格可较之熊市要高些，从而更多地体现了可转换公司债券的投资价值，其转换成股票后获取利益的机会就相对小些。但是，发行

时机的选择也是一项综合因素，发行时机、市场利率水平、行情处于牛市或熊市趋势、发行的难易等都是密切相关的。有利于可转换公司债券投资价值的因素，可能对冲了可转换公司债券的其他优势。在熊市过程中，可能是市场利率居高不下的时期，也可能造成发行困难，发行成本加大，但这时的投资价值更大。当然，牛市过程是相反的情形。

7 基准股票价格的变化

基准股价的波动性是影响转券投资价值的一个决定性因素。基准股价波动越大，转券价格同股价的差别越大，转换的机会增多，转换价值增大。在基准股价变动的不同阶段，基准股价对转券价格的影响程度不尽相同，随着股市的上涨，转券价格呈现先慢后快的加速过程。一般来讲，当转券价格上涨加速，并使市场转换溢价水平逐步下降为零甚至为负值，这时就到了转换的良好时机了。

当然，影响可转换公司债券的投资价值的因素还有很多，而且各因素之间是相互影响的。可转换公司债券的投资价值最终是投资人和发行人利益通过市场状态相互制约和妥协的结果。可转换公司债券价值与其要素构成的相互关系见表 2-1。

【BT3】二、可转换公司债券的价值构成

可转换公司债券的价值由两部分构成：债券价值和转换为股票的买入期权价值。债券价值是为投资者提供的固定收益价值；转换为股票的期权价值是指投资者拥有的购入股票的权利，转换期权为投资者提供了分享公司增长、股票上涨的潜在价值的机会。因为可转换公司债券持有者既可获得可转换公司债券本金和利息的安全承诺，又可以在发债公司股价攀升时将债券转换为股票，获得股票价差收益的好处，因此，可转换公司债券就具有投资和投机的双重特性。

【KH+3mm】 【ZT】 【JZ】 【HT10.H】表 2-1 可转换公司债券价值与要素构成的相关关系 【HTSS】

【BG】 【BHDFG8mm,WK60mmZQ2,K40mm,KW】

【JZ】要素 债券价值 认股权证价值

【BHDG60mm】期限 票面利率 市场利率 赎回限制期 回售利率 溢价水平 股票波动性

股息 无风险贴现率

+ + - + +

+ ... - ... - + - + 【BG】F 【ZT】

+表示正相关影响

-表示负相关影响

...表示影响关系不确定【HT】 【KH+3mm】

(一)单纯的债券价值

又称债券的投资价值(直接价值、普通价值)是指可转换公司债券在未到期以前与普通债券一样，按时支付利息，

到期时偿还本金。单纯价值的求法是通过未来利息收入加上面值后用一定的贴现率(如同期银行存款利率)折成现值。用公式表示为：

$$\text{单纯债券价值} = \sum_{k=0}^n \frac{DD(k)}{(1+r)^k} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

$$DD(k) = \frac{FC}{360} \left(\frac{S}{X} \right) + P \quad 0 \leq k < n$$

【FC】P ——转券面值

r ——同期银行存款利率

r ——转券票面利率

a ——买入时点距第 1 次派息时点的天数

n ——持有转券的完整年份

【FC】

它实际上是可转换公司债券的最低市场价格。即当可转换公司债券转换无利可图时，它是债券的一种投资价值。由于可转换公司债券的利率低于同期同类公司普通债券利率，折现后的单纯债券价值一般也低于面值。如宝安转债，年息 3%，面值为 1 元，每年付息，其单纯债券

价值如按当时一般公司债券年息 15%折现，为 0.89 元，低于其面值。

(二)股票期权价格

实际上，可转换公司债券的市场价格一般高于单纯债券价值，这种超过单纯债券价值部分的价格即为暗含的买入期权价格。一方面期权价格的大小取决于发债公司股票价格的高低。股票价格可以转换价值的形式来影响可转换公司债券的价格。随着股票价格上涨，债券的转换价值也增大，从而引起期权价格的增加。另一方面，可转换公司债券在以单纯债券价值为闸门防止价格大幅下跌的同时，给投资者一种通过股票升值而获得收益的期望，这部分溢价实质上代表了投资者为获得这种可能而付出的代价。溢价越高，说明投资者对未来股票价格升值的期望越大。因此，可转换公司债券中的期权价格是由内在价值和时间价值两部分构成的。

1 内在价值。内在价值是期权本身所具有的价值，是持券人按约定比例转换为普通股票的转

换价值与单纯债券价值的差额，也是持券人实现转换权力而获得的超额收益。设公司股票价格为 X ，期权价格为 Y ，发债合同中的转换价格为 S ，则

(1)当 $X > S$ 时，期权的内在价值为 $X - S$ ；

(2)当 $X = S$ 时，期权的内在价值为 0；

(3)当 $X < S$ 时，期权的内在价值为 0；

因此，只有当公司股票价格较高时，可转换公司债券的内在价值才存在，持券人才可能实施转换。反之

，当转换价格高于股票市价时，其内在价值为 0，对投资者而言这种转换毫无意义，将继续持有债券。

2 时间价值。期权价格中的时间价值(T)是指在转换的有效期内，内在价值波动给投资者带

来收益的一种预期值。转换期越长，留给投资者的想象空间越大，时间价值也越大。当看好股票的增值潜力时，可转换公司债券的价值一般要高于单纯债券价值与内在价值之和；反之，则低于单纯债券价值和内在价值之和。正是由于可转换公司债券的时间价值的存在，使得其价格的变动要先于股票本身的价格的涨跌。因此，可转换公司债券成为判断公司股票价格变动的一种先行指标。

(1)当 $X > S$ 时，并随着 X 的增大，时间价值 T 趋于 0；

(2)当 $X < S$ 时，并随着 X 接近 0，时间价值 T 趋于 0；

(3)当 $X \rightarrow S$ 时，时间价值 T 也越大；

(3)当 $X = S$ 时，时间价值 T 达到最大。

综上所述，期权价值=内在价值+时间价值，即

$$Y = (X - S) + T$$

(三)投资价值指标的计算

可转换公司债券发行后，其基本指标即得以确定。这些指标是衡量可转换公司债券投资价值的，可为投资者提供投资决策的参考依据。

(1)转股比例(转换比例)

转股比例=面值/转股价格

(2) 市场转股价格

■ 市场转股价格 = 可转换公司债券的市场价格 / 转换比例

(3) 转股溢价

■ 转股溢价 = 转股价格 - 股票价格

(4) 溢价比例

■ 溢价比例 = (转股价格 - 股票价格) / 股票价格

(5) 溢价回收期

溢价回收期也称盈亏平衡期，较投资股票而言，投资可转换公司债券所支付的溢价通过利息收益多少年才能回收。用来衡量投资者支付溢价的成本大小(不考虑资金的时间价值)。

通过对以上各有关投资价值指标的计算、分析、比较，可以在某一时点上对可转换公司债券进行价值判定，同时也是进一步的整体上、动态性和系统性分析可转换公司债券投资价值的依据。

【BT2】第二节 ■ 可转换公司债券的投资价值与投资特征

在不同时点上，可转换公司债券的市场价格、转股溢价以及到期收益率，回收期等都是变化的，这就必须从系统的方法和动态的观点来分析可转换公司债券的投资价值。

【BT3】一、保底价值原理

投资者总是以转换价值和直接价值二者较大的一个进行投资和交易，从而发现可转换公司债券的市场价格，又称最小保值原理。

当转换价值高于直接价值时，转换价值就是投资人依照的投资价值，反之，直接价值就是可转换公司债券的投资价值。两种价值一旦产生差别，市场就以较高价格进行交易，这使得两种价值趋于一致。这种价值趋向的一致性使得决定转换价值的股票价格和表现直接价值的市场可转换公司债券价格会产生明显的联动特征。两个证券价格的波动及其价差总是依照最小价值原理的内在机制运行的。

【BT3】二、可转换公司债券的价值区域

假定：①转换比例为 1 且可转换公司债券在发行年限内转换价格不作调整；②发行年限内公司未派股息。在假定条件下确定可转换公司债券的价值区域。

由①②假定，其转换价格固定等于正股市价。可以确认：

■ $FC(Z) \geq C$ ；■ (2) $Z \geq V$ ；■ $Z \leq V + C$ 。

Z —— 转券的价值

V —— 普通债券价值

C —— 转换价值 $[FC]$

如图 2-1 所示

[BG()][BHDWG70mm,WKW][BGW]

当 $C \leq V$ 时，在市场上，正股市价低于普通债券价值，可转换公司债券价值即为其作为一般债券

券的价值，即 $Z = V$ 。

当 $C \geq V$ 时，可转换公司债券价值为其转换价值，即 $Z = C$ 。(此时转换比例假定为 1)

$Z = V$ 及 $Z = C$ 两条直线共同构筑了可转换公司债券价值的下限。事实上，基于对股价上涨的预

期，可转换公司债券价值往往高于其下限，但却低于上限，即直线 $Z = V + C$ 。

哈佛商学院的 Michael L. Tennican 进一步研究指出，不同的公司，其可转换公司债券价值不同，如图 2-2 示，A 曲线代表这样一类公司的转券价值，即低现金股利、股价易变动或普遍

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库